



Les inégalités de patrimoine ont-elles un effet sur la consommation ?

Frédérique SAVIGNAC

Direction des Études microéconomiques
et structurelles

En moyenne, les effets de richesse sur la consommation sont faibles en France. Mais cet effet moyen masque des hétérogénéités de comportement. Ce numéro de Rue de la Banque traite des effets de richesse sur la consommation des ménages, qui s'avèrent variables selon le niveau et la composition de leur patrimoine. Suite à une augmentation non anticipée de leur richesse, les ménages les plus modestes consomment une part plus élevée de ce surplus. La propension à consommer atteint onze centimes d'euro pour un euro de richesse supplémentaire pour ces ménages, alors qu'elle est quasi nulle pour les plus aisés. Ces différences pourraient s'expliquer par l'existence de contraintes de liquidité plus fortes s'exerçant sur les ménages les plus modestes. Un accroissement du prix des actions détenues a tendance à augmenter les inégalités globales de consommation. Une simulation montre néanmoins qu'un choc de richesse non anticipé aurait un effet relativement limité sur les inégalités de consommation.

Les idées exposées dans ce document reflètent l'opinion personnelle de leurs auteurs et n'expriment pas nécessairement la position de la Banque de France.

D'après la théorie du cycle de vie, les ménages prennent en compte leurs ressources (revenu et patrimoine) pour lisser et stabiliser leur niveau de consommation sur l'ensemble de leur cycle de vie. Face à un choc de richesse non anticipé, ils sont amenés à réviser leur plan de consommation (effet de richesse).

La littérature macroéconomique s'est très largement intéressée à ce canal de transmission de la politique monétaire via la valorisation des actifs et son impact sur la consommation (Ludvigson *et al.*, 2002). Ces travaux concluent à un effet de richesse moyen limité mais significatif en France, de l'ordre de moins d'un centime d'euro¹ de consommation annuelle supplémentaire pour un euro de richesse supplémentaire (Slacalek, 2009 ; Chauvin et Damette, 2010). Ces estimations sur données agrégées ne tiennent toutefois pas compte des inégalités de richesse et de la diversité de composition des patrimoines. En effet, les ménages ne sont pas uniformément affectés par une modification des prix des actifs selon qu'ils sont propriétaires ou non, qu'ils détiennent ou non un portefeuille d'actions et selon la taille de celui-ci, etc. On peut s'attendre

à ce qu'une telle hétérogénéité des patrimoines induise des effets de richesse différenciés sur la consommation. L'effet de cette hétérogénéité sur la consommation agrégée reste une question ouverte qui s'inscrit plus largement dans les débats sur le lien entre inégalités et mesures non conventionnelles de politique monétaire, notamment (Draghi, 2016 ; Yellen, 2016).

Ce numéro de *Rue de la Banque* présente les résultats de la première étude empirique mesurant l'hétérogénéité des effets de richesse en France en fonction du niveau de richesse et de la composition du patrimoine des ménages (Arrondel, Lamarche et Savignac, 2015). La propension marginale à consommer la richesse est estimée en fonction du décile de patrimoine (net de l'endettement) par type d'actif (immobilier, financier). Les estimations obtenues sont utilisées pour illustrer l'effet d'un choc de richesse sur les inégalités de la consommation.

¹ Ce chiffre est à comparer avec les estimations obtenues pour les pays anglo-saxons, qui évaluent la propension marginale à consommer la richesse autour de cinq centimes.

Sources et méthode d'estimation

Nous couplons les données de deux enquêtes « ménages » de l'Insee, l'enquête Patrimoine ² et l'enquête Budget de famille ³, afin de disposer des mesures de distribution de la consommation et des patrimoines dans la population. L'enquête Patrimoine fournit en outre des informations détaillées sur la composition des patrimoines (actifs financiers, actifs immobiliers, endettement), les revenus et les caractéristiques sociodémographiques des ménages.

Nous estimons une équation de consommation : le ratio de la consommation sur le revenu du ménage y est expliqué par le ratio du patrimoine sur le revenu, contrôlé de nombreuses caractéristiques du ménage. Une fois ces variables prises en compte, les différences résiduelles de richesse peuvent alors s'interpréter comme des gains involontaires et non anticipés (effet de richesse). Les variables de contrôle portent sur l'âge de la personne de référence du ménage, son statut en matière d'emploi et ses diplômes, la composition du ménage, un indicateur de contrainte de crédit et des variables indicatrices renseignant si la personne de référence a connu par le passé des épisodes de chômage ou des problèmes de santé. Nous sommes également en mesure de tenir compte des anticipations du ménage concernant ses revenus futurs, et de distinguer ainsi l'effet richesse d'un effet de confiance (Disney *et al.*, 2010).

Nos spécifications permettent à la propension marginale à consommer la richesse de varier avec le niveau de patrimoine et avec sa composition. L'échantillon d'estimation inclut 3 432 observations ⁴.

Au-delà des inégalités de richesse, la composition des patrimoines est hétérogène

La comparaison de différents indicateurs d'inégalité permet de dégager deux faits stylisés, déjà bien documentés dans la littérature :

- la consommation est moins inégalement répartie que les revenus (indices de Gini ⁵ respectivement de 0,31 et 0,38) ;
- le patrimoine est beaucoup plus concentré que les revenus (indices de Gini de 0,66 et 0,38).

De plus, on note une forte hétérogénéité dans la composition des patrimoines des ménages (cf. tableau 1).

² L'enquête Patrimoine est réalisée dans le cadre d'un partenariat entre la Banque de France et l'Insee, et alimente la contribution française à l'enquête harmonisée de l'Eurosystème, « Household Finance and Consumption Survey ».

³ Nous adoptons pour ce faire la méthode proposée par Browning *et al.* (2003) pour imputer la consommation dans l'enquête Patrimoine (2010) à partir de l'enquête Budget de famille (2010).

⁴ L'enquête Patrimoine inclut 15 006 ménages mais les questions de consommation n'ont été posées qu'à un sous-échantillon représentatif d'un tiers de l'échantillon total. Nous excluons les ménages dont la personne de référence est âgée de plus de 76 ans (pour éviter les biais de sélection liés aux différentiels de mortalité en fonction de la richesse) et nettoyons l'échantillon de quelques valeurs extrêmes concernant le ratio de consommation sur revenu.

⁵ L'indice de Gini est un indicateur d'inégalité, valant 0 dans le cas d'égalité parfaite et 1 dans une situation d'inégalité extrême (où un seul ménage détiendrait l'ensemble du patrimoine).

T1 Patrimoine moyen et part des catégories d'actifs et de l'endettement dans le total des actifs, en 2010

(montants en euros, parts en %)

Percentiles patrimoine brut	Patrimoine moyen		Part des catégories d'actifs et de l'endettement dans le total des actifs				
	Brut	Net	Patrimoine financier	Résidence principale	Autres actifs immobiliers	Autres actifs	Endettement
0-25	4 000	2 000	52	0	0	47	50
25-50	61 200	51 700	31	46	8	15	15
50-70	202 700	169 600	13	73	6	8	16
70-90	362 000	318 900	15	64	12	9	12
90-99	851 200	762 700	19	40	22	19	10
99-100	4 448 600	4 174 200	28	13	16	42	6
Ensemble	259 000	229 300	20	47	15	18	11

Note : Le patrimoine brut est la somme des actifs financiers, immobiliers et des autres actifs (biens durables, bijoux, œuvres d'art) détenus par les ménages. Le patrimoine net est la valeur du patrimoine brut diminuée de l'endettement.

Lecture : Les 25 % des ménages qui sont situés dans le premier quartile de la distribution des patrimoines (0-25) ont un patrimoine brut moyen de 4 000 euros et leur endettement représente 50 % de la valeur de leurs actifs.

Source : Arrondel, Lamarche, Savignac (2015).

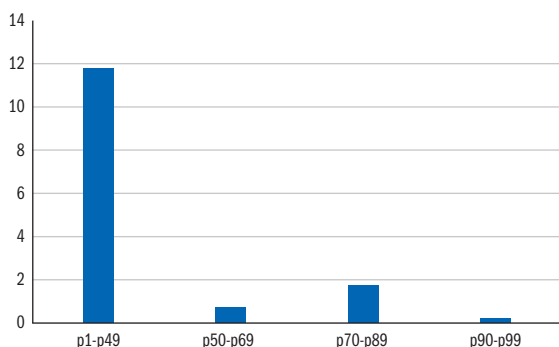
Dans le bas de la distribution, les ménages détiennent essentiellement des actifs financiers (dépôts) et d'autres actifs non immobiliers (biens durables et actifs professionnels pour certains d'entre eux). Au-delà du 25^e percentile, la part de l'immobilier s'accroît fortement : elle atteint 70 % de la valeur des actifs pour les ménages des percentiles p50 à p90. En haut de la distribution, l'importance de l'immobilier diminue et sa composition change : la part de la résidence principale s'amointrit au profit de celle des autres actifs immobiliers (résidence secondaire, logement de rapport).

Dans le 1 % supérieur de la distribution, les ménages détiennent un patrimoine plus diversifié ; les actifs financiers et les autres actifs occupent alors une place plus importante que l'immobilier. L'endettement varie également fortement le long de l'échelle des patrimoines, en lien avec les achats immobiliers des ménages : il diminue presque continûment avec l'importance du patrimoine.

Ainsi, la concentration des patrimoines, l'hétérogénéité de leur composition et la place importante de l'endettement pour certains ménages sont susceptibles d'induire des propensions marginales à consommer la richesse variables le long de la distribution des patrimoines.

G1 Estimation de la propension marginale à consommer la richesse financière en fonction du percentile de richesse nette

(en centimes d'euro)



Note : La richesse financière est la somme des actifs financiers du ménage, diminuée de la valeur de son endettement non associé à l'achat d'un bien immobilier. Significativité des coefficients estimés : seuil de 5 % pour les groupes p1-p49 et p70-p89, seuil de 10 % pour p90-p99. Source : Arrondel, Lamarche, Savignac (2015).

Les propensions marginales à consommer la richesse sont décroissantes...

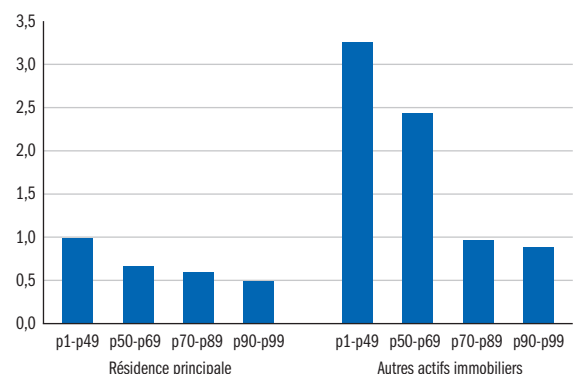
Le premier apport de cette étude est de mettre en évidence que la propension marginale à consommer la richesse est décroissante avec le niveau de richesse nette des ménages, quel que soit le type d'actif considéré⁶ (cf. graphiques 1 et 2). Nos estimations confirment par ailleurs les résultats généralement obtenus sur données agrégées : en moyenne, les effets de richesse sur la consommation sont significatifs mais de faible ampleur.

La propension marginale à consommer la richesse financière est estimée autour de 11,8 centimes d'euro pour les ménages du bas de la distribution et devient non significativement différente de zéro dans le haut de la distribution. La propension élevée des ménages modestes à consommer la richesse pourrait s'expliquer par l'existence de contraintes de liquidité pesant sur leur consommation. En cas de choc non anticipé de richesse, ils ajusteraient plus fortement leur consommation.

6 L'information disponible ne permet pas de traiter la question de l'endogénéité de l'allocation du patrimoine. De nombreux tests de robustesse ont toutefois été effectués permettant de vérifier que le constat de propension marginale à consommer décroissante est robuste sur des sous-échantillons présentant des structures homogènes de patrimoine (propriétaires, actionnaires, etc.). Des variables géographiques (département, environnement rural/urbain, taille de l'agglomération) ont également été considérées pour contrôler de l'hétérogénéité géographique des prix de l'immobilier.

G2 Estimation de la propension marginale à consommer la richesse immobilière en fonction du percentile de richesse nette

(en centimes d'euro)



Note : La richesse immobilière est mesurée nette de l'endettement. La valeur de la résidence principale (respectivement des autres actifs immobiliers) est donc diminuée de l'endettement contracté pour cet achat. Significativité des coefficients estimés : seuil de 5 % ou 1 %, à l'exception de la résidence principale pour le groupe p1-p49. Source : Arrondel, Lamarche, Savignac (2015).

Des analyses complémentaires ont été conduites en distinguant le portefeuille actions du reste du patrimoine financier. Elles suggèrent que les évolutions des prix des actions n'auraient un impact sur la consommation que pour les ménages du haut de la distribution. La consommation des autres groupes de richesse serait plutôt affectée par des évolutions touchant les autres actifs financiers (par exemple, *via* la fiscalité, l'épargne réglementée, etc.).

L'hétérogénéité est moins marquée concernant la propension marginale à consommer la richesse immobilière (cf. graphique 2).

La propension marginale à consommer la richesse immobilière (hors résidence principale) décroît de 3,3 centimes pour les ménages des deux premiers quartiles de patrimoine, à 0,9 centime pour les ménages du dernier décile. Elle est significativement plus élevée, tout au long de la distribution, que la propension marginale à consommer associée à la résidence principale. Cette différence s'explique par la nature des biens considérés : les autres biens immobiliers répondent plutôt au motif d'investissement et peuvent être plus facilement mis en vente que la résidence principale qui couvre également les besoins de consommation de logement.

... et elles varient selon l'endettement des ménages

L'endettement ⁷ influence également le comportement de consommation des ménages. Seuls les ménages fortement endettés du bas de la distribution de la richesse nette présentent une propension marginale à consommer la richesse immobilière significativement différente de zéro. Ces effets de richesse immobilière suggèrent l'existence de contraintes de liquidité pour ces ménages, liées au poids de leur endettement. Pour les autres, il n'est pas étonnant que les effets de richesse immobilière soient non significatifs, puisqu'en France les ménages ne peuvent pas extraire de liquidité de leur financement hypothécaire ⁸. Il est donc peu probable que le canal du collatéral (Mian *et al.*, 2013) soit pertinent ici ⁹.

Au final, les inégalités de consommation sont relativement peu sensibles aux chocs de richesse non anticipés

Quel serait l'effet d'un choc affectant la valeur de la richesse financière, par exemple suite à une politique de rachat d'actifs par la banque centrale, sur les inégalités de consommation ? Pour répondre, nous simulons une

augmentation volontairement extrême de 100 % de la valeur des seuls actifs financiers des ménages ¹⁰, en tenant compte de l'hétérogénéité de la composition de leurs patrimoines et de leur propension marginale à consommer la richesse.

D'après notre exercice de simulation, ce choc induirait un accroissement de 20,7 % de la richesse nette moyenne et se traduirait, *via* les effets de richesse, par une augmentation de 3,3 % de la consommation moyenne et de 4,3 % de la consommation médiane (cf. tableau 2).

T2 Simulation d'un choc de richesse financière sur la distribution de la consommation hors biens durables

(moyenne et médiane en euros, autres indicateurs en %)

	Consommation hors biens durables (prédite)	Variation de la consommation hors biens durables avec une augmentation de 100 % de :	
		Richesse financière	Actions
Moyenne	26 000	3,3	0,7
Médiane	22 700	4,3	0,6
Indice de Gini	0,29	- 1,8	0,1
Quintile S80/S20	4,37	- 3,2	- 0,9
Quintile S90	22,61	- 0,9	0,2

Note : Année de référence 2010. Simulations obtenues à partir de l'estimation des propensions marginales à consommer la richesse, hétérogènes par niveau de richesse et selon la composition des patrimoines. S80/S20 mesure la part de la consommation hors biens durables du 5^e quintile par rapport à celle du premier quintile. S90 est la part de la consommation des ménages situés dans le dernier décile de la distribution. Source : Arrondel, Lamarche, Savignac (2015).

- ⁷ L'endettement est mesuré alternativement par le rapport entre les dettes et la valeur des actifs ou par le rapport entre le montant des remboursements et les revenus du ménage.
- ⁸ Le crédit hypothécaire rechargeable n'a été autorisé que pendant quelques années en France (2007-2014), incluant la période d'enquête. De plus, la valeur de la garantie était fixée à la valeur initiale au moment de l'achat et n'était pas réévaluée au cours du temps.
- ⁹ Des investigations complémentaires ont été conduites selon le type de garantie des emprunts immobiliers. La propension marginale à consommer la richesse immobilière est significativement plus élevée pour les ménages ayant contracté un crédit hypothécaire que pour ceux ayant un emprunt garanti par une société de cautionnement. Les ménages avec crédit hypothécaire ont des caractéristiques observables différentes (plus jeunes et plus souvent chefs d'entreprise, revenu et patrimoine plus élevés), ce qui pourrait refléter un effet de politique d'offre bancaire. Il est probable que ces ménages diffèrent aussi en termes de caractéristiques inobservables (préférence temporelle, aversion pour le risque), et ils pourraient être plus sensibles à la richesse immobilière.
- ¹⁰ Cet exercice ne prend pas en compte la possibilité de réallocation des portefeuilles. Il s'agit également d'une simulation en équilibre partiel qui ne tient pas compte des effets *via* les autres canaux de transmission (par exemple composition du revenu, comportement d'endettement, stabilisation de l'économie, etc.).

Ce choc tend à diminuer les indicateurs d'inégalité de consommation, notamment l'indice de Gini, sous l'effet conjugué de la propension marginale à consommer la richesse décroissante et du doublement de la richesse financière de la quasi-totalité de la population.

Un choc similaire limité aux actions a un effet plus modéré sur la consommation (+ 0,7 % sur la moyenne, + 0,6 % sur la médiane). Il induit toutefois une légère augmentation des inégalités globales de consommation (l'indice de Gini augmentant de 0,10 %). Cet accroissement des inégalités de consommation provient du haut de la distribution :

la part du 10 % le plus élevé (S90) s'accroît de 0,2 %, alors que le rapport entre les 20 % les plus élevés et les 20 % les moins élevés (S80/S20) diminue (- 0,9 %). Ces évolutions contrastées selon les groupes de richesse s'expliquent par la concentration des actions détenues au sein des hauts patrimoines (Arrondel et al., 2016).

En conclusion, l'impact des effets de richesse sur les inégalités de consommation est limité et dépend de la nature des chocs et des actifs concernés. Un accroissement du prix des actions a toutefois tendance à augmenter les inégalités globales de consommation.

Bibliographie

Arrondel (L.), Lamarche (P.) et Savignac (F.) (2015)

« *Wealth effects on consumption across the wealth distribution : empirical evidence* », Banque de France, Documents de travail, n° 552, mai (en anglais – révisé en décembre). [Télécharger le document](#)

Arrondel (L.), Bartiloro (L.), Fessler (P.), Lindner (P.), Mathä (T. Y.), Rampazzi (C.), Savignac (F.), Schmidt (T.), Schürz (M.) et Vermeulen (P.) (2016)

« *How do households allocate their assets? Stylized facts from the Eurosystem household finance and consumption survey* », *International Journal of Central Banking*, vol. 12, n° 2, p. 129-220, juin.

Browning (M.), Crossley (T. F.) et Weber (G.) (2003)

« *Asking consumption questions in general purpose surveys* », *Economic Journal*, vol. 113, n° 491, p. F540-F567, novembre.

Carroll (C. D.) et Kimball (M. S.) (1996)

« *On the concavity of the consumption function* », *Econometrica*, vol. 64, n° 4, p. 981-992, juillet.

Chauvin (V.) et Damette (O.) (2011)

« Effets de richesse : le cas français », Insee, *Économie et Statistique*, n° 438-440, p. 111-140, juin.

Disney (R.), Gathergood (J.) et Henley (A.) (2010)

« *House price shocks, negative equity, and household consumption in the United Kingdom* », *Journal of the European Economic Association*, vol. 8, n° 6, p. 1179-1207, décembre.

Draghi (M.) (2016)

« *Stability, equity and monetary policy* », discours à la deuxième conférence Europe du DIW, *German Institute for Economic Research (DIW)*, 25 octobre.

Ludvigson (S.), Steindel (C.) et Lettau (M.) (2002)

« *Monetary policy transmission through the consumption-wealth channel* », *FRBNY Economic Policy Review*, p. 117-133, mai.

Mian (A.), Rao (K.) et Sufi (A.) (2013)

« *Household balance sheets, consumption, and the economic slump* », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 128, n° 4, p. 1687-1726, juin.

Slacalek (J.) (2009)

« *What drives personal consumption? The role of housing and financial wealth* », *The B.E. Journal of Macroeconomics*, vol. 9, n° 1, p. 1-37.

Yellen (J. L.) (2016)

« *Macroeconomic research after the crisis* », discours à la soixantième conférence économique annuelle parrainée par la Banque de réserve fédérale de Boston, *Board of Governors of the Federal Reserve System*, 14 octobre.

Éditeur

Banque de France

Réalisation

Direction de la Communication

Directeur de la publication

Marc-Olivier STRAUSS-KAHN

Avril 2017

www.banque-france.fr

Directeur de la rédaction

Françoise DRUMETZ

